



中信证券研究部

核心观点



李想  
首席公用分析师  
S1010515080002



弓永峰  
首席电新分析师  
S1010517070002



联系人：华夏

检测属于长期双位数增长的朝阳行业，高度景气；检测行业正从跑马圈地向精细化管理阶段过渡，公司深耕电器检测细分市场，受益行业竞争格局变革；公司资产转固高峰周期即将到来，且资产周转效率有望回升，预计将带来公司利润增长的提速。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 10.00 元。

■ **历史底蕴深厚，国内电器监测龙头。**公司前身为苏州高新技术产业开发区电器技术研究所，目前我国能源装备领域检测规模最大的第三方机构，可提供各类高低压电器设备一站式检测服务。高压检测业务是公司收入和利润核心，2018 年在营收中占比 78%。公司控股股东、实际控制人为胡德霖及胡醇父子，合计持股 34.84%。

■ **检测长期朝阳行业，“小散弱”局面正迎改观。**国内检测机构营收 2018 年已达 2,811 亿元，2013~2018 年 CAGR 达到 15%。从“中国制造”发展到“中国质量”阶段的企业内在需求、居民消费升级和政府监管标准提升等动力将推动行业长期繁荣，预计检测市场 2025 年增至约 6,000 亿元。国内检测行业跑马圈地阶段已结束，“小弱散”的竞争格局即将迎来变革，收并购等推动行业集中度提升在即，具有规模优势或深耕细分领域的机构未来有较大发展潜力。

■ **电器检测高壁垒，特高压&配电网为需求护航。**我国对低压电器实行强制性产品认证制度，高压电器虽未实行，但高压电器特殊性使得其具有类强制产品检测特性。此外，电器检测技术及资金壁垒突出，有效降低市场进入意愿，行业集中度相对较高。需求方面，特高压、配电网、电力物联网建设等保障电器检测的长期稳健需求。

■ **技术及区域优势突出，多重动力助业绩迎拐点。**公司在电器检测领域具有明显的资质优势，议价能力突出。2017 年，公司在高低压电器检测市场份额均排名第一，领先优势明显。预计公司强化资产建设以树立资质壁垒即将告一段落，内部管理改革、外部加大拓展等或将提上日程，再加上项目产能自然爬坡阶段结束，且折旧规模在 2020 年触顶，预计公司项目产能利用效率提升有望，利润增长有望迎来提速。

■ **风险因素：**高压检测业务拓展缓慢；品牌公信力受影响；宏观经济大幅下滑等。

■ **投资建议：**我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 1.62/2.17/2.85 亿元，折算 EPS 分别为 0.21/0.29/0.38 元，当前股价对应 PE 分别为 32/24/18 倍。参考行业同类公司估值及公司历史估值情况，给予公司 2020 年 35 倍目标 PE，目标价 10.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

电科院	300215
评级	买入（首次）
当前价	6.92 元
目标价	10.00 元
总股本	758 百万股
流通股本	608 百万股
52 周最高/最低价	7.55/5.07 元
近 1 月绝对涨幅	-6.99%
近 6 月绝对涨幅	-1.17%
近 12 月绝对涨幅	36.23%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	643	709	800	924	1,083
营业收入增长率	16.1	10.3	12.9	15.4	17.3
净利润(百万元)	126	128	162	217	285
净利润增长率	78.0	1.7	26.4	34.0	31.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.17	0.17	0.21	0.29	0.38
净资产收益率 ROE%	6.3	6.3	7.8	10.2	12.9
PE	41	41	32	24	18
PB	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 16 日收盘价

## 目录

<b>历史底蕴深厚，国内电器监测龙头</b> .....	<b>1</b>
<b>检测长期朝阳行业，“小散弱”局面正迎改观</b> .....	<b>2</b>
2013~2018 年行业双位数增长，发展势头迅猛 .....	2
预计检测市场 2025 年增至约 6,000 亿元 .....	4
检测企业“小散弱”局面正迎来改观 .....	5
<b>电器检测高壁垒，特高压&amp;配电网为需求护航</b> .....	<b>9</b>
电器检测市场：附加值较高，行业壁垒坚实 .....	9
特高压、配电网建设等保障长期稳健需求 .....	10
<b>技术及区域优势突出，多重动力助业绩迎拐点</b> .....	<b>12</b>
公司电器检测领域竞争护城河宽广，技术及区域优势双突出 .....	12
公司高低压市占率均位居第一，议价能力突出 .....	14
资产效率有望改善，盈利及回报迎来拐点 .....	15
<b>风险因素</b> .....	<b>18</b>
<b>首次覆盖给予“买入”评级，目标价 10.00 元</b> .....	<b>18</b>
盈利预测关键假设 .....	18
首次覆盖给予“买入”评级 .....	19

## 插图目录

图 1：公司发展历程 .....	1
图 2：2012~2018 年公司收入结构 .....	2
图 3：2012~2018 年公司毛利结构 .....	2
图 4：检验、测试、认证三大活动主要内容 .....	3
图 5：1995~2018 国内计量检测分析自控仪器进口金额及趋势 .....	3
图 6：2013~2018 年国内检测行业营收规模及趋势 .....	3
图 7：2013~2018 年国内检测行业营收及其变动趋势 .....	4
图 8：全球范围检验检测认证市场细分行业规模势 .....	5
图 9：2018 年国内按专业领域划分的检验检测机构营收 .....	5
图 10：2013~2018 年我国检测机构数量及变动趋势 .....	6
图 11：2013~2018 年我国检测机构平均收入及职工数量 .....	6
图 12：2014~2018 年事业单位制检测机构数量占比 .....	7
图 13：2014~2018 年千万级别企业数量及营收占比 .....	7
图 14：2014~2018 年亿级企业数量及营收占比 .....	7
图 15：2018 年全球检测龙头及 A 股部分重点检测公司收入比较 .....	8
图 16：2018 年按专业领域划分的检验检测机构营收情况 .....	10
图 17：2009~2018 年低压电器工业产值 .....	11
图 18：我国 220 千伏及以上输电线路回路长度及变动趋势 .....	11
图 19：我国 220 千伏及以上变电设备容量及变动趋势 .....	11
图 20：2013~2018 年公司研发人员数量及占比 .....	12
图 21：2013~2018 年公司研发投入金额及占比 .....	12
图 22：2012~2018 年公司营收区域分布 .....	14
图 23：2018 年正泰电器主营业务分地区情况 .....	14
图 24：2015~2017 年公司单个订单平均金额 .....	15
图 25：2013~2018 年公司预收账款规模 .....	15
图 26：2012~2018 年公司高压检测业务毛利率 .....	16
图 27：2012~2018 年公司高压检测营收及折旧摊销规模 .....	16
图 28：2018 年检测行业上市公司资产周转率 .....	17
图 29：2018 年检测公司生产成本构成 .....	18
图 30：2012~2021 年公司折旧及占成本变动趋势 .....	18
图 31：2012~2018 年公司 ROA 及 ROE 水平变动 .....	18

## 表格目录

表 1：电科院子公司情况介绍.....	2
表 2：《认证认可检验检测发展“十三五”规划》关键点.....	4
表 3：年初迄今检测行业部分收并购情况统计.....	8
表 4：电器检测分类.....	9
表 5：截至 2018 年底部分公司项目进展情况.....	12
表 6：公司试验能力指标.....	13
表 7：低压检测领域主要竞争对手.....	14
表 8：高压检测领域主要竞争对手.....	15
表 9：高压及核电电器抗震性能试验系统项目盈利情况.....	16
表 10：盈利预测关键假设.....	19
表 11：盈利预测及估值.....	19
表 12：可比公司盈利预测及估值.....	19

## 历史底蕴深厚，国内电器监测龙头

公司前身为苏州高新技术产业开发区电器技术研究所，公司历史最早追溯至江苏省电器科学研究所，其始建于1965年，1982年被江苏省机械工业厅批准为“江苏省高低压电器及日用电器归口研究所”。公司于2011年在深交所创业板上市。经过50多年的发展，公司成为我国唯一一家可同时从事高低压电器检测业务的独立第三方检测机构。公司控股股东、实际控制人为胡德霖及胡醇父子，合计持股34.84%。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

电科院主要从事发电设备、输变电设备、高压电器、高压成套开关设备、低压电器等各类领域的检测、仪器设备计量校准、检测装备研制和标准情报研究服务工作，是我国能源装备领域检测条件完备、技术能力强、检测规模最大的独立第三方电器检测机构，可为客户提供覆盖各类高低压电器设备的一站式检测服务。2018年2月，公司获批认证机构，实现了检测、认证一体化的目标，一站式服务能力得到进一步加强。

中检集团下辖的中检测试持有公司25.09%股权，中检集团及其子公司实际从事的业务包括消费品检验、工业品检验、供应商评审、工程监理、矿产品检验、农产品检验、石油化工品检验、期货检验、司法鉴定、保险公估、计量校准、产品认证、体系认证、国际认证、认证培训及国内实验室建设、海外实验室建设、测试业务国际合作，不与电科院构成同业竞争关系。中检集团作为公司战略投资者，有助于完善公司治理，且能够为电科院走出国门参与国际竞争提供良好的市场经验和品牌支持。

公司适时启动外延并购，针对性进行检测业务进行领域和区域拓展。2013年，公司相继收购苏州国环环境检测有限公司100%股权、成都三方电气有限公司70.71%股权及华信技术检验有限公司60%股权，并通过收购将环境检测业务、电焊机检测和电磁兼容检测及认证业务纳入主营业务范围，逐步形成涵盖低压电器检测、高压电器检测、环境监测及认证的业务结构。因经营业绩未达到预期，公司于2016年6月退出对控股子公司华信公司的投资。

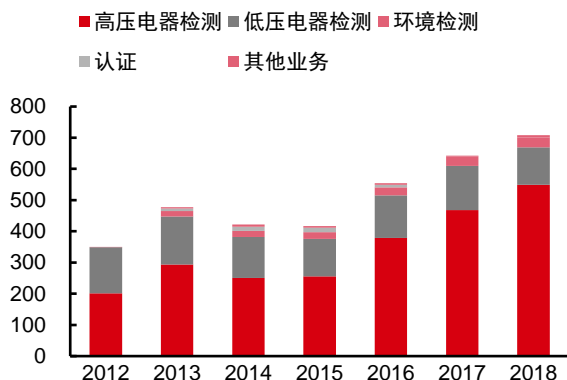
表 1：电科院子公司情况介绍

公司名称	注册资本（万元）	经营范围
苏州国环环境检测有限公司	800	环境检测、水质检测、公共场所卫生检测、农林业土壤检测；职业病危害因素检测与评价、建设项目职业病危害评价；建设项目竣工环境保护验收监测；提供环保、安全、健康、产品质量、工程质量检测并提供检测技术咨询服务；检测仪器设备、检测软件系统研发、建设、生产、销售和运营。
成都三方电气有限公司	425	机电产品（不含汽车和电焊机）、环保产品、电器产品、电气检测设备的研制、开发、销售、安装、维修；电气产品检测及其技术服务，计算机设备安装、维修服务，测试技术培训服务。
华信技术检验有限公司	1400	质量管理；机电产品的质量检验、评价、监督、监造及事故分析；技术培训；检验技术及仪器设备的技术开发、技术服务；信息咨询（不含中介服务）；认证及认证培训；销售开发后产品。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

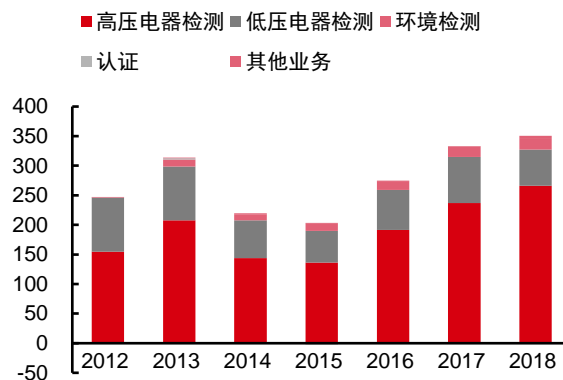
高压电器检测业务为收入和利润主要来源。2012年-2018年，公司高压电器检测业务营收由2.0亿增加至5.5亿，在公司总收入中占比由57%提升至78%，高压电器检测业务收入占比提升，主要原因在于新试验项目完工和经营资质扩充。2012~2018年，公司整体毛利由2.5亿增加至3.5亿，其中高压电器检测业务毛利由1.5亿增加至2.7亿，高压业务在总毛利中比重由63%提升至76%。从毛利率来看，受2014年及2015年资质扩充影响，公司高低压电器检测业务毛利率均有所下滑；2016年以来，电器检测业务整体毛利率水平维持在50%左右。

图 2：2012~2018 年公司收入结构（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2012~2018 年公司毛利结构（百万元）



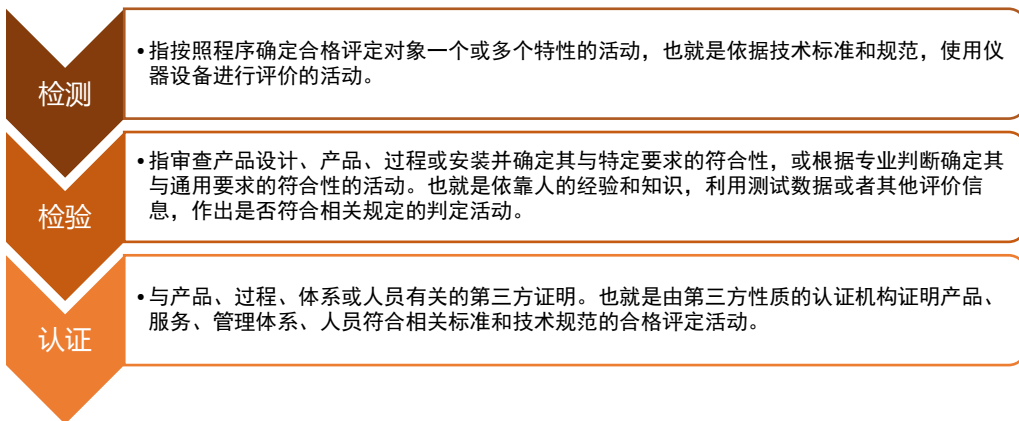
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 检测长期朝阳行业，“小散弱”局面正迎改观

### 2013~2018 年行业双位数增长，发展势头迅猛

检测行业（简称 TIC 行业）主要包括检验（I-inspection）、测试（T-testing）、认证（C-certification）及相关的增值服务。“检验”和“测试”是指通过专业技术手段对动植物、工业产品、商品、专项技术、成果及其他需要鉴定的物品所进行的检验、测试、鉴定等活动；“认证”是指由认证机构证明产品、服务、管理体系符合相关技术规范的强制性要求或者标准的合格评定活动。检测业务贯穿于从生产到消费的各个环节，能够帮助企业提高生产力，满足进出口标准及改善产品和服务的品质、安全性及合规性。

图 4：检验、测试、认证三大活动主要内容

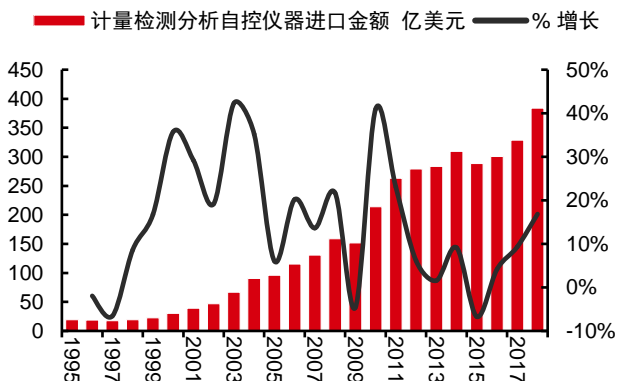


资料来源：中信证券研究部整理

我国检测行业长期存在，但市场化的检验认证行业发展历史较短，伴随着改革开放于上世纪 80~90 年代形成市场化雏形并开始成长壮大。长期以来，检验检测服务业并未作为独立国民经济门类进行单独核算。2011 年，国务院办公厅发布文件将“检验检测服务业”纳入高技术服务业；2013 年，国家统计局正式批复原国家质检总局、国家认监委试行《检验检测统计报表制度》，试行期一年，检验检测服务业的统计工作从 2013 年正式开始。

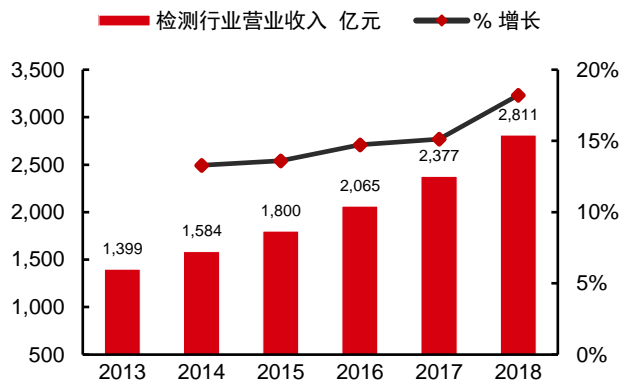
行业发展势头迅猛，2013~2018 年国内检测行业维持双位数增长。尽管缺乏长期行业历史数据，但从国内相关检测设备进口规模看，可以印证国内检测市场需求长期以来不断扩容，特别是自从 2001 年加入世贸组织后，融入全球贸易链条推动国内检测行业驶入快速发展阶段。国内计量检测分析自控仪器进口金额规模自 2000 年的 30 亿美元快速增加至 2018 年的 384 亿元，期间复合增速为 15.1%，进口规模呈现快速发展态势。自 2013 年有官方统计数据后，根据认监委数据，国内检测机构实现的营业收入由 2013 年的 1,398.5 亿元增加至 2,810.5 亿元，2013~2018 年 CAGR 达到 15%。

图 5：1995~2018 国内计量检测分析自控仪器进口金额及趋势（%）



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

图 6：2013~2018 年国内检测行业营收规模及趋势（%）



资料来源：认监委，中信证券研究部

## 预计检测市场 2025 年增至约 6,000 亿元

预计 2020 年我国检测行业营收大概率超过政府“十三五规划”发展目标。质量强国政策推动行业发展，2016 年 11 月，国家质检总局、认监委发布《认证认可检验检测发展“十三五”规划》，规划提出推进认证认可强国建设、整体上迈入世界先进国家行列的总体目标要求。《认证认可检验检测发展“十三五”规划》预计 2020 年我国检测行业市场规模达到 3,000 亿元，而在 2018 年我国检测行业已经实现营业收入 2,811 亿元，同比增长 18.2%，按照最近几年行业增速推算，2020 年行业营收大概率超过行业“十三五规划”发展目标。

表 2：《认证认可检验检测发展“十三五”规划》关键点

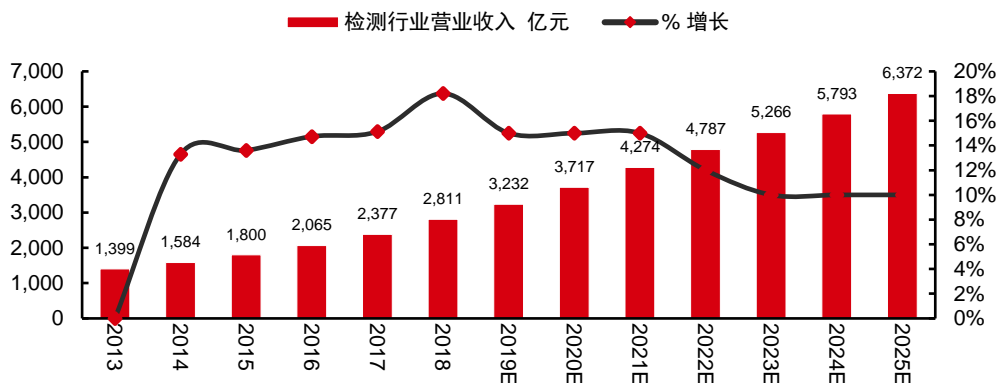
推进认证认可强国建设、整体上迈入世界先进国家行列	
服务能力显著增强	服务领域更加广泛、服务结果更加有效、服务手段更加丰富、制度建设加快推进
创新能力明显提升	加快创新方式转变、加快创新成果向生产力转化、在绿色认证及服务认证等关键领域率先取得突破
行业治理日益完善	进一步简政放权、监管创新不断推进、多元主体共同参与、法治建设水平稳步提升
行业规模实现较快增长	质量品牌提升，从业机构核心竞争力增强，品牌效应更加突出，营业总收入显著增长，整合工作加快推进
国际化水平迈上新的台阶	多边合作取得新的突破、国际互认取得显著成效
国家质量技术基础更加稳固	支撑先进制造业、现代服务业、现代农业发展，引领供给侧结构性改革、发展动力转换，保障国家治理体系和治理能力现代化

资料来源：《认证认可检验检测发展“十三五”规划》，中信证券研究部

展望中长期，国内检测市场的长期需求动力充沛，仍具有较大的成长潜力和发展空间。检测行业发展的中长期驱动力如下：首先，从“中国制造”发展到“中国质量”阶段的企业内在需求，中国科技及制造业发展已进入技术创新和品质提升阶段，企业提升研发效率和产品品质催生长期检测需求；其次，在经济发展到一定阶段后，居民消费升级和政府监管标准提升推动全社会对产品质量、安全、环保、节能性能的重视程度持续提高；最后，从海外经验看，检测行业下游充分多元，其需求会随着整体经济的增长而不断增加。

在上述驱动力推动下，我们预计国内检测行业需求在 2025 年将增加至 6,372 亿元，将比 2018 年 2811 亿元的市场增长约 1 倍左右，对应 2018~2025 年行业复合增速为 12.4%。

图 7：2013~2025 年国内检测行业营收及其变动趋势（%）



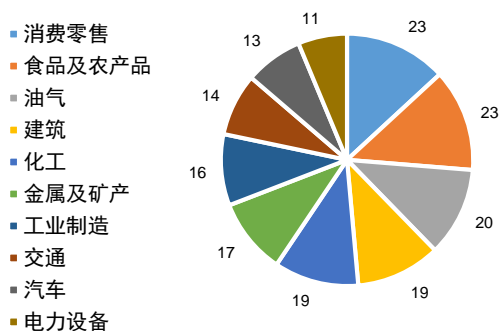
资料来源：认监委，中信证券研究部预测



目前，建筑工程、建筑材料等是国内当前检测市场的核心细分领域。2018 年我国检测机构共出具检验检测报告 4.28 亿份，实现营业收入 2,810.5 亿元，其中营收排名前五名的细分市场分别为建筑工程、建筑材料、环境监测、机动车检验、食品及食品接触材料等，规模分别为 455/268/236/225/213 亿元，分别占同期国内检测市场的 16%/10%/8%/8%/8%。

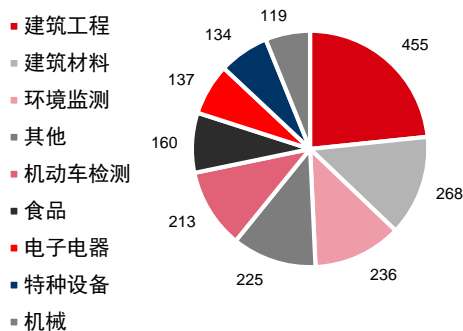
但从国际经验看，预计国内在消费、食品、农产品细分行业的检测需求未来拥有更加突出的成长潜力。对比国内和全球检测细分市场构成，可以看出两者在细分市场构成上有较明显差异，全球范围看，消费、食品、农产品检测规模位居前三，细分市场规模分别高达 230/230/200 亿欧元。从国际发展趋势看，国内在消费、食品、农产品细分行业的检测需求未来拥有更加突出的成长潜力。

图 8：全球范围检验检测认证市场细分行业规模势（€bn）



资料来源：BV 公司年报，中信证券研究部

图 9：2018 年国内按专业领域划分的检验检测机构营收（亿元）



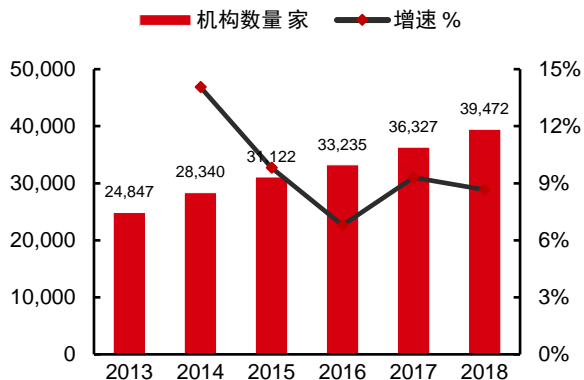
资料来源：认监委，中信证券研究部

### 检测企业“小散弱”局面正迎来改观

随着行业近年来得到长足发展，检测从业机构数量伴随行业需求扩张快速增长，从 2013 年约 2.5 万增长至 2018 年近 4 万家。不过，国内检测行业内企业仍普遍实力较弱，整体呈现“小弱散”的格局，检测机构数量众多，行业集中度较低，竞争十分激烈。

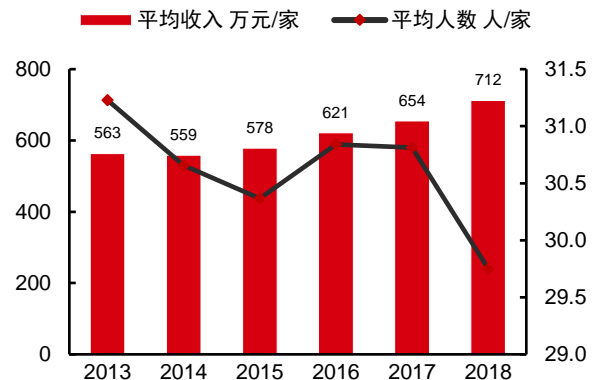
2018 年，根据认监委统计，就业人数在百人以下的检测机构数量占比达 96%，检测机构平均人数为 29.8 人，绝大多数检验检测机构属于小微企业，承受风险能力薄弱，生存能力不强。从专利数量来看，全国检验检测机构拥有有效专利 48,511 件，平均每家机构不足 1.3 件，创新能力偏弱，技术含量较低；从商标数量上看，全行业仅有 750 家机构拥有注册商标，品牌意识不强。

图 10：2013~2018 年我国检测机构数量及变动趋势



资料来源：认监委，中信证券研究部

图 11：2013~2018 年我国检测机构平均收入及职工数量



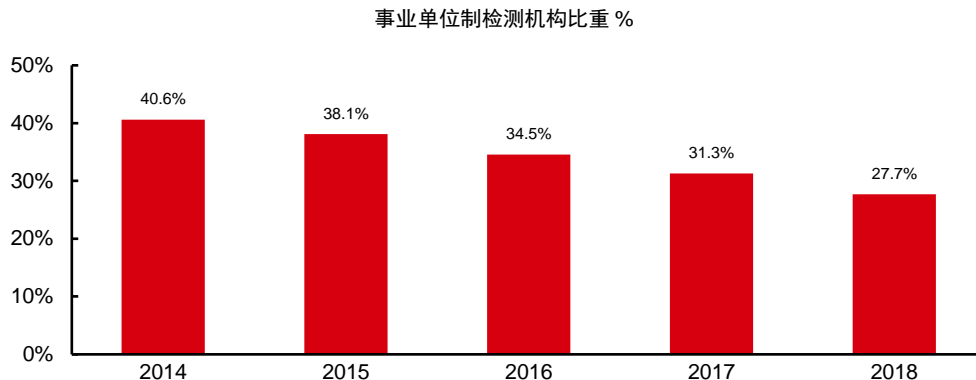
资料来源：认监委，中信证券研究部

行业“十三五”规划及 2018 年国务院《关于加强质量认证体系建设、促进全面质量管理的意见》均明确政府加强检测行业监管力度的大方向，小机构生存空间正在变小。规划指出，要全面建立从业机构信用承诺制度，完善永久退出和终身禁入等失信惩戒机制，提高违法失信成本；推动区域监管一体化建设，实现监管全覆盖，强化统一管理、分级负责机制；将监管重点向高风险领域及对象转移，实现精准监管；制度化推进“双随机、一公开”监管，即随机抽取检查对象，随机选派执法检查人员，及时公布查处结果；探索“互联网+监管”模式；严格落实“谁出证，谁负责；谁签字，谁担责”。在行业监管加严的背景下，预计技术实力不足、专业人员缺乏、仪器设备落后、质量管理经验不足的规模较小的检验检测机构将面临着越来越小的生存空间。

**政府直接参与力度减弱，从“参与者”到“监管者”。**2014 年 2 月，中编办、质检总局联合发布《关于整合检验检测认证机构实施意见的通知》，明确提出要“坚持政事分开、事企分开和管办分离”、“推进检验检测认证机构转企改制”等，2018 年 3 月，国家市场监督管理总局成立，各级政府正在逐步摒弃“市场参与者”身份，加强“市场监管者”身份，由对产品质量直接监管向对检验机构监督进行转变，

**打破牌照壁垒和行政垄断后，检测行业市场化程度加深。**2018 年，我国企业制的检验检测机构 26,000 家，占机构总量的 65.87%；事业单位制 10,924 家，占机构总量的 27.68%，事业单位制检验检测机构占机构总量的比重首次下降到 30% 以下。2014~2018 年，我国事业单位制检验检测机构的比重分别为 40.6%、38.1%、34.54%、31.30% 和 27.68%，呈现明显的逐年下降趋势。

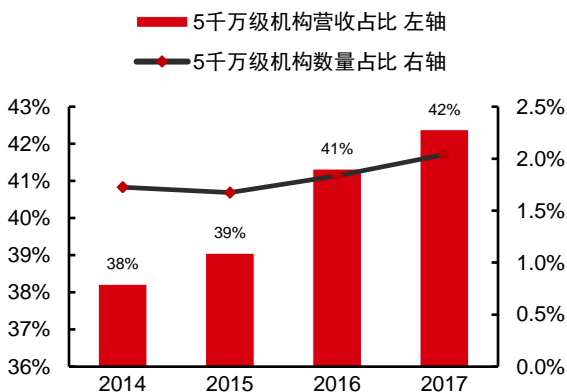
图 12：2014~2018 年事业单位制检测机构数量占比（%）



资料来源：认监委，中信证券研究部

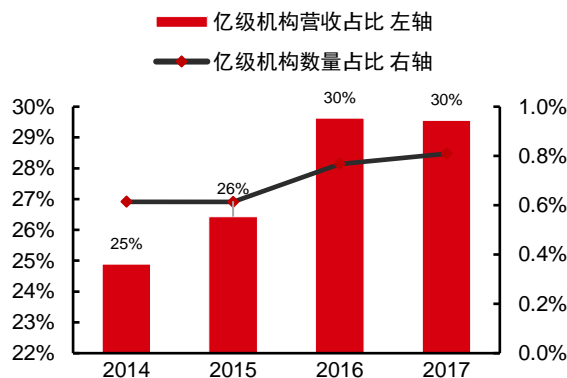
**检测行业集中度正在提高，龙头优势逐步体现。**近年来，大检测机构在行业营收中占比逐步增加，行业集中度已经开始提升。2018 年，我国规模以上（营收 1000 万元以上）检测机构数量仅占全行业的 12.8%，但营业收入占比达到 76.5%。

图 13：2014~2018 年千万级别企业数量及营收占比（%）



资料来源：认监委，中信证券研究部

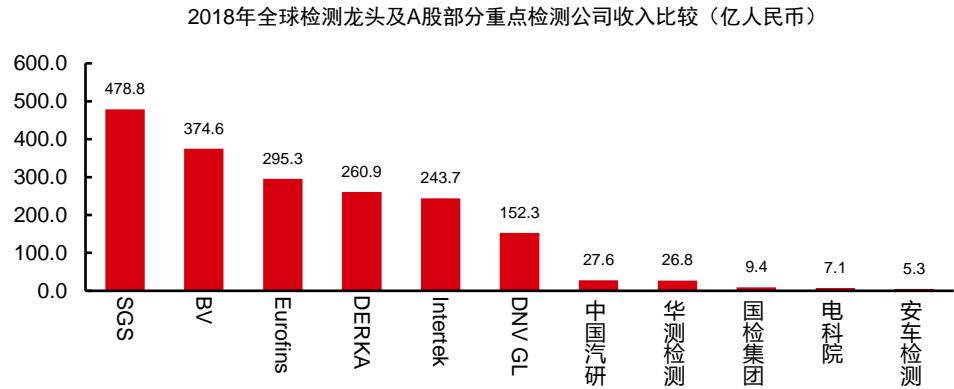
图 14：2014~2018 年亿级企业数量及营收占比（%）



资料来源：认监委，中信证券研究部

从海外经验看，拥有庞大检测需求的欧美市场最终成长出检测领域的全球巨头公司。从营收规模看，规模最大的 SGS 公司 2018 年营收规模合计约人民币 500 亿元，众多全球检测龙头营收过百亿元，体量规模远超国内检测龙头公司。此外，海外检测公司在业务及区域多元化方面也远优于国内检测龙头。随着行业内中小参与者的逐步退出和行业集中度的提升，国内检测公司普遍小弱散的局面也将迎来改观，国内中长期有望成长出类似海外检测龙头的优质检测公司。

图 15：2018 年全球检测龙头及 A 股部分重点检测公司收入比较（亿人民币）



资料来源：SGS 等公司年报，Wind，中信证券研究部

### 跑马圈地阶段结束，看好规模优势或深耕细分机构

从国际经验看，对于检测公司而言，收并购是企业实现规模扩张的重要助推力。通过并购整合，检测公司可以获得技术研发资源共享；可以发挥各企业间的协同效应、规模效应和资源效应；通过产品线的并购整合，可快速切入新市场，从而实现多样化&多层次的服务能力。中国检验检测行业最初跑马圈地的时代已经结束，行业收并购活动日益频繁。据我们统计，仅 2019 年 1 月至 9 月，检测行业便发生了 20 次收购事件。

随着国内检测行业进入精细化管理阶段，预计两类模式的企业未来在行业优胜劣汰中胜出。一类是具备规模优势的机构；另一类是在细分领域深耕的企业，对检测机构而言，做大和做深是检测公司未来的两条重要发展道路。

表 3：年初迄今检测行业部分收并购情况统计

机构名称	时间	交易额 (万元)	收购标的	持股比例	主营业务
国检集团	1 月	0	中国中材投资	100%	非金属材料科研建造
建科股份	1 月	360	郑州高新工程检测	30%	工程质量司法鉴定、建筑检测
苏博特	1 月	38,860	江苏建筑工程质量检测中心	58%	建筑建材检测
天富检测	2 月	23	泽众水务	100%	水质监测
普发动力	2 月	2,575	哈尔滨机动车检测、公路检测	100%	机动车检测、公路检测
安车检测	3 月	200	昇辉检测	20%	综合检测服务
中公高科	3 月	482	诚科检测	20%	工程检测
祥源科技	4 月	22	中科创新院	7.69%	研发、孵化、检测检验及成果产业化
贵研铂业	4 月	238	永兴检测	51%	-
华测检测	4 月	420	远鉴检测	51%	防火阻燃检测
博奥检测	4 月	220	亿通检测	15%	-
煊和科技	4 月	84	国艺检测	70%	综合检测服务
西南检测	4 月	160	中岩工程	100% (收购前 66%)	建筑工程检测
中国力鸿	5 月	375 万美元	Saybolt (Singapore)	-	石油、天然气检测
苏州建研院	5 月	29,050	中测行	100%	工程检测
安车检测	6 月	26,250	中检汽车	75%	机动车检测

机构名称	时间	交易额 (万元)	收购标的	持股比例	主营业务
山东高创	6月	3,025	格林检测	52% (收购前 33%)	环境、工业检测
欣慧环保	8月	44	泓旻检测	30%	环境监测
北方时代	8月	0	时代诚信检测	51%	建筑工程检测
锐捷安全	9月	26	番氮检测	63%	化工检测

资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 电器检测高壁垒，特高压&配电网为需求护航

### 电器检测市场：附加值较高，行业壁垒坚实

电器检测指的是按照产品技术标准的要求，通过各种电源设备、电路调节设备和试验设备，模拟电器的各种正常及非正常工作状态，如在额定电压、额定电流、规定的功率因数或时间常数、规定的试验温度及湿度、规定的短路电流等状态下，利用专用测量仪器和数据采集设备，测量电器的机械、电气性能参数以考核电器的安全性能。

电器检测行业的检测对象为电器设备，按照额定电压交流 1,200V、直流 1,500V 为界，电器设备分为低压电器和高压电器两大类。其中高压电器又可划分为高压电器（220kV 以下）、超高压电器（220kV-750kV）和特高压电器（1,000kV 以上）。电器检测项目基本可分为电气性能、安全性能及环境影响三大方面，具体包括一般检查、温升试验、绝缘性能试验、动作范围试验、短路试验、材料试验、环境试验、寿命试验、电磁兼容试验及 RoHS 试验等。

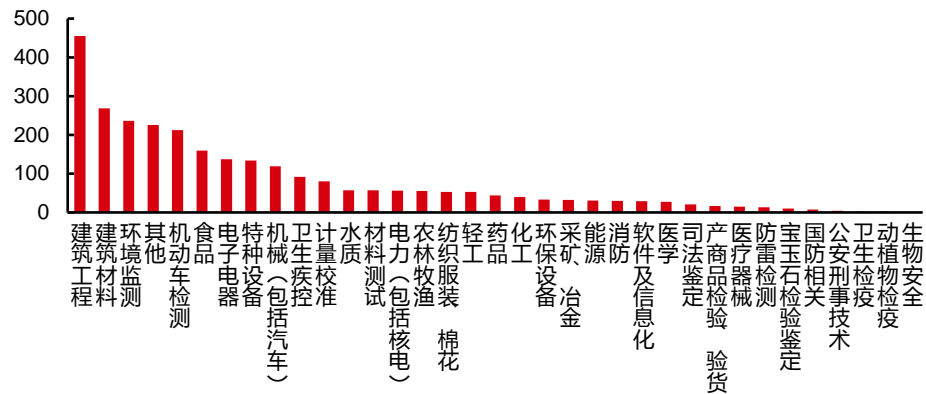
表 4：电器检测分类

检测领域	检测类型
低压电器检测	CCC 强制性检测（含进口）、企业委托检测（型式试验为主）、出口认证检测、政府监督抽检
高压电器检测	企业自愿性认证检测（含进口，主要是 CQC 认证和电网入网检测）、委托检测（型式试验为主）、电网监督抽检

资料来源：公司公告，中信证券研究部

根据认监委发布的《2018 年度全国检验检测服务业统计简报》，高低压电器检测位于电子电器、电力（包括核电）两个细分行业中，这两个行业规模合计约 200 亿元，在检测市场中占比 6.9%，是国内检测市场重要构成。

图 16：2018 年按专业领域划分的检验检测机构营收情况（亿元）



资料来源：认监委，中信证券研究部

我国市场上的电器检测机构主要可以分为两类：一类是依托于大中型企业开展经营的检测机构，通常是由企业的产品检测实验室发展而来，从单纯为自身产品检测到对外开展检测经营业务；此类机构可以获得充分的技术、资金、人员、市场支持，但独立性可能面临质疑，目前市场上以此类检测机构为主。另一类为独立第三方检测机构，立场独立、专业化经营。

**电器检测领域的具有较强的强制性。**低压电器广泛应用于工业用、商用及民用建筑中的配电系统及电网的配套设施，是国民经济的基础产业。由于低压电器应用范围广、对居民人身及财产安全意义重大，我国对低压电器实行强制性产品认证制度，即所有通用低压电器必须要通过 CCC 质量认证、检测后方能出厂销售、进口和在经营性活动中使用。我国目前虽未对高压电器产品实行强制性产品认证制度，但由于高压电器产品价值较高、生产制造技术复杂，其安全性、可靠性对整个电网系统安全运转具有重要影响，未经具有良好市场信誉的机构检测验证合格的高压电器产品，难以获得买方或用户的认可，因此高压产品具有类强制产品检测特性。

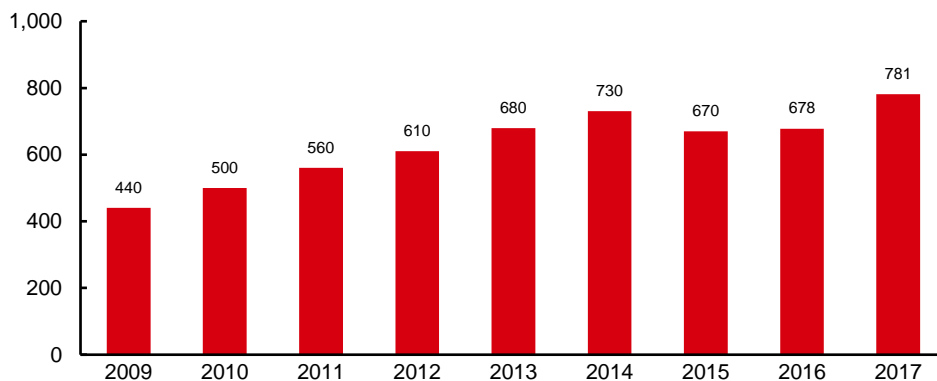
**电器检测的技术及资金壁垒突出。**电器检测高度复杂，要求检测机构具备较强的跨行业、跨专业的技术能力，能够进行各种产品不同要求和不同标准的技术检测。电器检测行业属于典型的技术、设备密集型行业，电器检测机构经营模式具有“重资产运营”的特点。电器检测设备既包括电源设备（如变压器、冲击发电机等），还包括测量设备（如各类仪器仪表、特性测量装置、数据采集系统），同时还包括各类控制与保护设备和系统。大规模的系统设备建设所需要的巨大资金投入及相伴随的投资风险，有效降低新进入者的市场进入意愿。

### 特高压、配电网建设等保障长期稳健需求

低压电器广泛应用于工业用、商用及民用建筑中的配电系统及电网的配套设施。低压强制认证检测业务的增长主要来源于电力行业对低压电器产品的广泛需求以及低压电器生产制造技术的更新换代和产品的更新换代。低压电器在输配电网中大量应用，“十三五”智能电网建设将带来相应检测需求的增长。据《配电网建设改造行动计划（2015~2020

年)》，我国将“十三五”期间将进行 1.7 万亿元的配网投资，其中农网改造是配网投资的一个重点领域，将持续拉动低压电器市场需求。2019-2024 年，国网将陆续启动泛在电力物联网建设，亦直接利好配用电侧设备的升级与更新需求。另外，低压电器生产技术的升级和产品的改造都在不断提速，技术标准的快速改版也保证了对低压电器检测源源不断的需求。

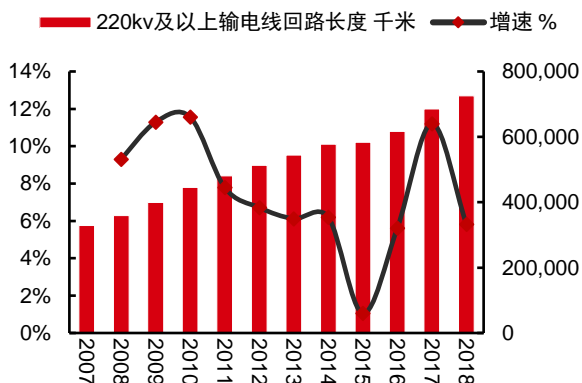
图 17：2009~2018 年低压电器工业产值（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

高压自愿检测业务的增长主要来源于我国电力行业，尤其是高压、特高压电网建设的跨越式发展。特高压重启为高压电器检测带来新的机遇。2018 年 9 月国家能源局发布《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，规划建设 5 条特高压直流输电线路以及 7 条特高压交流输电线路，合计输电能力 5,700 万千瓦，有望为输配电设备企业带来大量订单，利好高压检测行业发展。按照国家能源局规划，预计 2019 年将有 5-6 条特高压线路核准落地并投入建设。

图 18：我国 220 千伏及以上输电线路回路长度及变动趋势



资料来源：国家能源局，中信证券研究部

图 19：我国 220 千伏及以上变电设备容量及变动趋势



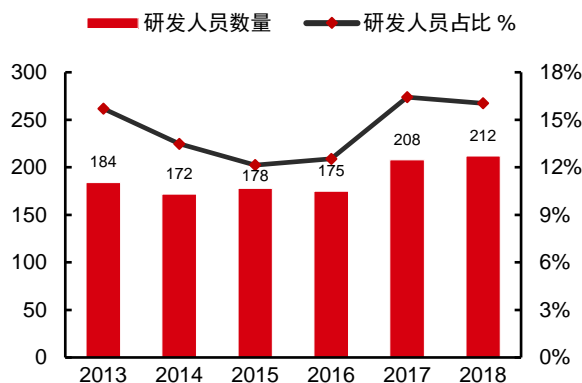
资料来源：国家能源局，中信证券研究部

## ■ 技术及区域优势突出，多重动力助业绩迎拐点

### 公司电器检测领域竞争护城河宽广，技术及区域优势双突出

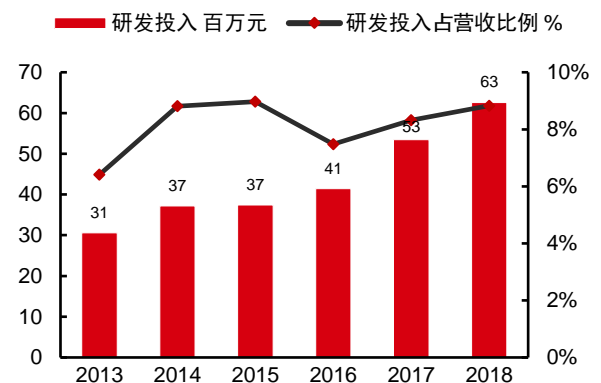
公司为适应电器制造技术和标准的不断更新换代，保持行业技术领先地位，近年来持续对检测技术进行研发投入。截止到 2018 年末，公司拥有研发人员 212 人，在全部员工中占到 16%。**2013~2018 年，公司研发投入规模逐年增长，占营收的比重一直维持在 7%~9% 区间内；2018 年研发投入 0.63 亿元，同比增长 17%，在总营收中占比 8.83%，较上年增长 0.51 个百分点。**

图 20：2013~2018 年公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 21：2013~2018 年公司研发投入金额及占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司在电器检测实验室的新建及改扩建持续加大投资，用于提高现有试验能力以扩大业务检测规模和范围。上市后，公司陆续投资建设了高压及核电电器抗震性能试验系统、EMC 电磁兼容等多个项目，目前已拥有高压试验室、低压试验室、电磁兼容（EMC）试验室、抗震试验室、极端环境试验厅、有毒有害物质（RoHS）试验室、高低温试验室、电气耐久性试验室、电动汽车充电桩试验室等多个实验室。

表 5：截至 2018 年底部分公司项目进展情况

	投资总额	项目进展
低压大电流接通分断能力试验系统项目	1.50 亿元	2012 年 2 月 29 日已投产
40kV-550kV 1/2 极合成试验回路系统	0.32 亿元	2012 年已投产
试验端口系统	0.31 亿元	2012 年已投产
高压及核电电器抗震性能试验系统项目	2.58 亿元	2013 年 6 月 18 日已投产
试验电源配套设施	2.96 亿元	2013 年已投产
1000MVA 电力变压器突发短路及温升试验系统项目	4.75 亿元	2015 年 12 月 31 日已投产
5KV/12KV 直流试验系统	2.99 亿元	2017 年 9 月已完工
EMC 电磁兼容项目	2.25 亿元	2017 年 11 月已完工
新能源试验系统	1.23 亿元	2017 年末已建成
电器环境气候实验室	0.97 亿元	2018 年 11 月达到预计使用状态
1100KV/100KA、1200KV/150KA 试验系统	5.30 亿元	投资进度 98.11%，因最后一台 6500MVA 冲击发电机尚在安装调试，项目还在建设完善中



	投资总额	项目进展
直流试验系统技术改造项目	3.80 亿元	截至 2018 年底已完成 50.63%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**持续研发投入和先进实验室建设，推动公司在电器检测领域多项指标处于全球或国内领先水平。**公司低压大电流接通分断能力（420V/400kA）、变压器突发短路承受能力（500kV/1200MVA）、直流试验能力（12kV 175kA）等均居世界首位；公司在检测电器产品的电压范围（从低压到特高压，220V~1100kV）、冲击电源总容量、电器抗震试验能力和电磁兼容 EMC 试验能力等方面居国内第一；同时，公司 500kV 变压器短路承受能力试验、直流引弧试验和中压直流开关设备短路分断能力三项试验填补国内空白。

表 6：公司试验能力指标

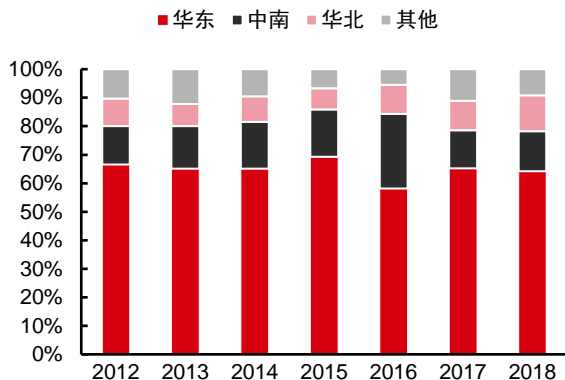
试验能力	具体指标	行业地位
低压大电流接通分断能力	420V/400kA，实测可达到 420V/450kA	世界第一
变压器突发短路承受能力	500kV/1200MVA	世界第一
直流试验能力	12kV 175kA	世界第一
冲击电源总容量	28000MVA，6500MVA 冲击发电机调试完成将达到 50000MVA	中国第一，设备调试完成后将成为世界第一
检测电器产品的电压范围	从低压到特高压，220V 到 1100kV	中国第一
电器抗地震试验能力		中国第一
电磁兼容 EMC 试验能力		中国第一
电器环境气候试验能力	能够模拟海拔 8000 米低气压状态、零下 55 度至零上 80 度的环境气候	中国第一
高压大电流关合开断合成试验能力		1200kV/150kA 试验系统项目建成后将达到中国第一
500kV 变压器短路承受能力试验能力		填补国内空白
直流引弧试验能力		填补国内空白
中压直流开关设备短路分断能力		填补国内空白

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**公司在电器检测领域具有明显的资质优势。**国内资质方面，公司多次顺利通过由国家认监委、认可委 CNAS 和中国机械工业联合会组织的国家实验室认可、计量认证、机构认定三合一扩项现场评审；国际资质方面，公司已经成为迄今为止国内唯一一家同时拥有 IECCE（国际电工委员会电工产品合格测试与认证组织）和 IECEx 资质的实验室。

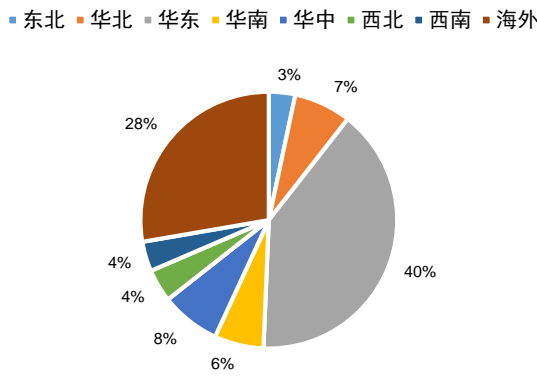
**公司业务集中在华东地区，地域优势明显。**公司毗邻华东及华中电网，辐射华东及华中、华南等我国高低压电器设备生产厂商的主要集中地，具有广阔的地缘市场容量。由于电器检测是实物检测，且电器设备大多体积和质量均较大不便运输，公司的地缘优势能够帮助客户节约成本和时间。

图 22：2012~2018 年公司营收区域分布（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 23：2018 年正泰电器主营业务分地区情况（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 公司高低压市占率均位居第一，议价能力突出

与竞争对手相比，公司检测业务规模最大、覆盖范围最广、试验能力最强，在低压电器检测领域处于龙头地位。2017 年，公司在低压检测领域的市占率位居行业第一名。

低压电器检测由于技术要求相对较低、国家强制检测的价格限定，因此市场竞争明显比高压领域激烈。目前，国内从事 CCC 检测的机构 29 家机构，公司的主要竞争对手有上海电器科学研究所、广东产品质量监督检验研究院等。

表 7：低压检测领域主要竞争对手

业务名称	业务范围	行业地位
上海电器科学研究所（集团）有限公司（上海电器设备检测所）	汽车，机器人，机电产品及系统，电气产品，电气设备，能源装备，电磁兼容，充电设施，动力与储能设施等	国内电工领域首个参加国际电工委员会 IEC-IECEE-CB 互认体系的权威检测机构，行业技术权威的能力验证提供者（PTP），我国低压电器、中小电机、智能电网和机器人领域的首个国家质量监督检验中心均建于本所。
广东产品质量监督检验研究院（广州电气安全检验所）	高中低压电器、家具、食品、涂料、化工、机械、太阳能光伏、工业机器人等 28 大类	最早经 IEC-IECEE 评审通过的九个 CB 检测实验室之一，获得 CNAS 认可，CAL，CMA 资质认定，报告获 ILAC-MRA 50 多个成员互认；先后代理了德国电气工程师协会（VDE）等多家国际著名认证机构在华的工厂检查和产品检测工作
国家电控配电设备质量监督检验中心（天津）	低压电控配电设备，电器元件及电气设备辅件，电气传动装置，电控配电设备，光伏产品，电源，充电桩，水电，励磁，电机等	我国电控配电及电气传动领域的学会、国家标准委员会、国家检测中心、国家电气工程研究中心、协会的挂靠单位；电控配电设备检测、验收、产品认证等较具权威性的实验室

资料来源：公司官网，中信证券研究部

高压检测技术壁垒较高，行业龙头优势明显。由于高压电器检测技术含量高、资本投入较大，行业壁垒阻止了竞争者的进入，特高压建设快速推进带来的高压电器检测需求无法得到充分满足，由此造成高压检测价格较高。当前国内高压检测行业处于垄断竞争阶段，前 4 大检验机构包括电科院、机械工业高压电器设备质量检测中心、西安高压电器研究院有限责任公司、电力工业电气设备质量检验检测中心等。2015~2017 年，公司在高压检测领域的市场占有率连续三年保持行业首位。

表 8：高压检测领域主要竞争对手

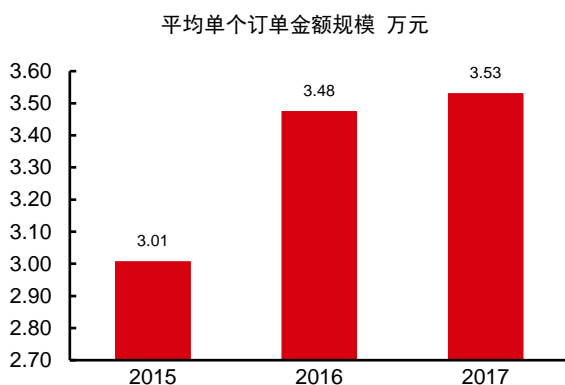
	业务范围	行业地位
机械工业高压电器设备质量检测中心	断路器、负荷开关、组合电器、隔离开关、接地开关、开关设备、GIS、封闭母线、接触器、熔断器等	通过中国实验室国家认可委员会，国家质量技术监督局和国家能源局认可，国家能源开关设备评定中心成员之一，拥有实验室 CQC 资格，是 CHPTL 和 AMHPL 正式成员。
西安高压电器研究院有限责任公司	开关设备、变压器、电抗器、互感器、避雷器、熔断器、直流换流阀、绝缘子、避雷器、电容器、无功补偿装置、智能电气设备等	我国高压电器、绝缘子避雷器、电力电容器行业的标准、信息服务中心，EC TC22/SC22F、IEC/TC99、IEC/TC36/MT21 核心单位，CIGRE、AMHPL、CHPTL 成员
电力工业电气设备质量检验检测中心	各电压等级的电压互感器、电流互感器、电力电缆及电缆附件等十大类 132 类产品	中国电科院是国家电网有限公司直属科研单位，是中国电力行业多学科、综合性的科研机构；获得国家级科技奖励超百项(其中国家科技进步特等奖 2 项、一等奖 11 项)，省部（行业）级科技奖励 900 余项；共 31 个标委会秘书处挂靠

资料来源：公司官网，中信证券研究部

**公司电器检测领域有较强议价能力。**目前公司下游客户数量超过 1 万家，分散的下游客户，再加上公司在电器检测领域已经树立技术和资质壁垒，因此公司的市场化定价的电器检测领域中的议价能力突出。2015~2017 年，公司分别承接订单 1.47/1.57/1.70 万个，订单金额分别为 4.43/5.48/6.03 亿元，订单数量和订单金额呈逐年增长趋势。**从单个订单平均价格看，2015~2017 年的平均价格分别 3.01/3.48/3.53 万元，呈现稳步提升态势。**

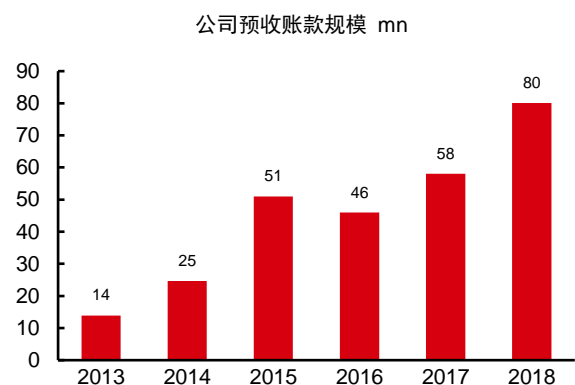
**公司低压强制检测价格与国家统一价格标准一致，其余试验收费则考虑电压等级、检测复杂度等采取市场化定价模式。**公司在行业内具有较好口碑和较高市场地位，公司通常以收到检测款后再进行试验的方式为主。**公司预收账款规模不断增加，从 2013 年的 0.14 亿元增加至 2018 年的 0.8 亿元，持续不断攀升且规模较大的预收账款，也从侧面验证了公司议价能力突出，且为公司未来营收增长提供较好保障。**

图 24：2015~2017 年公司单个订单平均金额（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：2013~2018 年公司预收账款规模（mn）



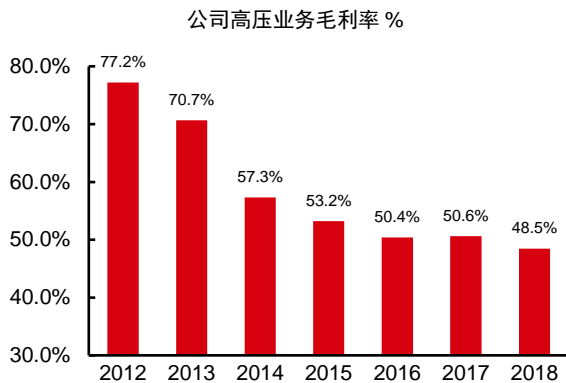
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 资产效率有望改善，盈利及回报迎来拐点

虽然公司在检测领域已经树立较强的竞争壁垒，议价能力突出，但从公司近年大力展开的高压检测业务毛利率看，2012 年以来，公司高压电器检测毛利率趋势下降。**公司高**

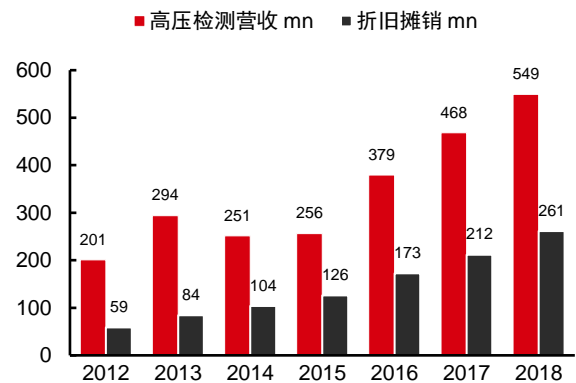
压毛利率下降的主要原因是固定资产折旧费增加速度大于收入增长速度所致，2012~2018年，公司高压营收增加了 1.74 倍，但同期公司折旧摊销规模增加 3.46 倍，因此使得公司高压检测业务毛利率有所下降。

图 26：2012~2018 年公司高压检测业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 27：2012~2018 年公司高压检测营收及折旧摊销规模（mn）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

折旧费用上升快速背后的原因是公司资产周转率下降，公司检测系统及实验室在投产前期设备需要调试，产能利用率需要一定的爬坡周期。2018 年，公司资产周转率为 0.19 次，与检测行业其他上市公司相比有较大差距，主要原因在于公司近年来资产规模扩张较快，新投产的实验室因设备调试等原因导致产能利用率水平较低。

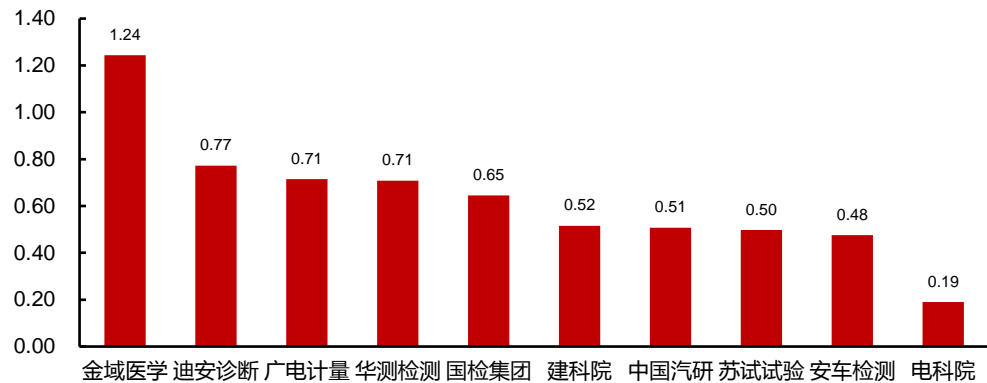
2014-2015 年期间，公司进行资质扩充，对设备及人员形成占用，产能利用率受限；此外，宏观政策变动也对产能利用率的提升造成了一定影响。以公司 IPO 募投项目——高压及核电电器抗震性能试验系统项目为例，该项目于 2013 年 6 月达到预定可使用状态并于 2014 年第二季度投产，虽然项目盈利在稳步提升，但目前仍未达到设计预期。

表 9：高压及核电电器抗震性能试验系统项目盈利情况（万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
收入	686	3229	4893	5143	5082
盈利	-1694	-21	897	1068	1085

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28：2018 年检测行业上市公司资产周转率



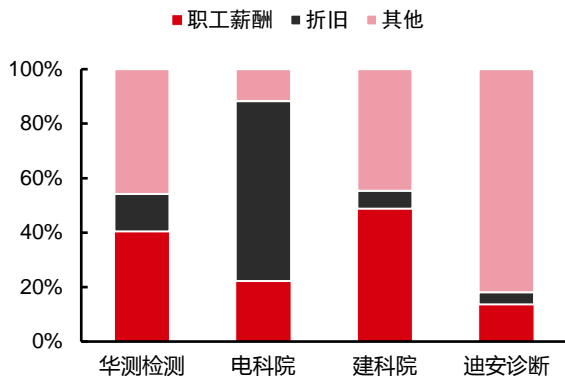
资料来源：Wind，中信证券研究部

在建工程转固趋于完成，利润率有望改善。检测行业是典型的重资产行业，在建工程转固会造成折旧的增加，对短期业绩形成压力。根据 2018 年底在建工程项目进度推断，预计公司折旧将在 2020-2021 年迎来最高点，之后折旧下降将带动整体成本水平的下降，利润增速有望超过收入增速。此外，折旧属于固定成本，总成本中折旧比重的提高将带来公司经营杠杆情况的改善，随着公司检测项目产能利用率的提升，业务量提高叠加经营杠杆改善，助力公司业绩实现快速增长。

从检测公司成本构成看，检测对“人”的依赖要远高于对“物”的依赖，人工成本在检测公司生产成本中占比普遍在 20%~50%的区间内，固定资产折旧占比普遍在 0%~20%的区间内。公司在资产建设以树立资质壁垒暂告一段落后，从龙头检测公司经验看，公司未来在内部管理制度改革、外部客户拓展等方面将加大改革和推进力度，再伴随着部分重点项目产能自然爬坡周期结束，预计公司项目产能利用效率提升有望，推动公司在行业中市场份额进一步提升。

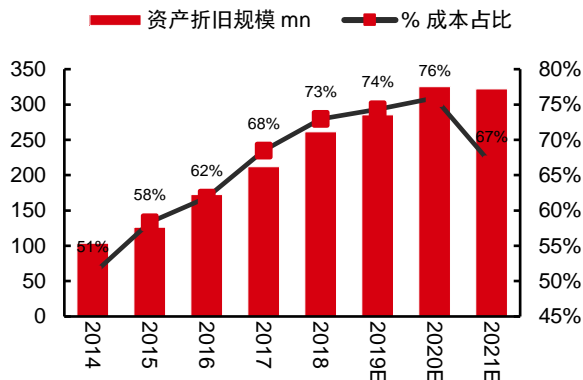
根据 2018 年底在建工程项目进度推断，2020 年固定资产将达到峰值，公司的资本支出高峰即将结束，预计公司 2019~2021 年的资产折旧规模分别为 2.85/3.25/3.22 亿，公司折旧规模有望在 2020 年触顶并开始逐步回落。

图 29: 2018 年检测公司生产成本构成 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

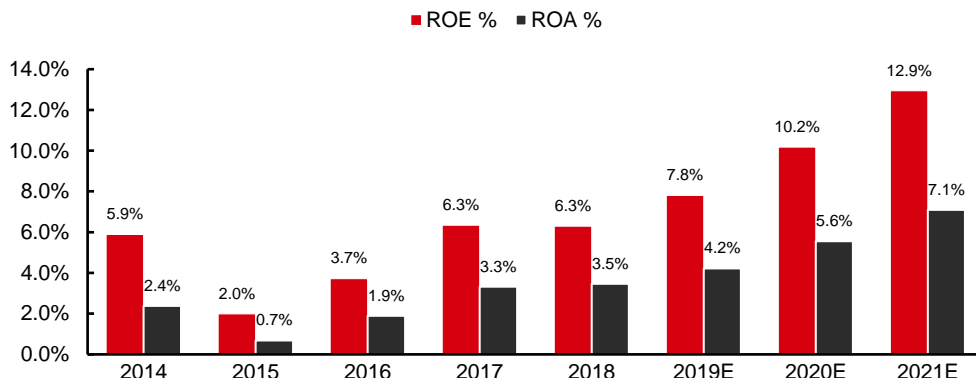
图 30: 2012~2021 年公司折旧及占成本变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

我们认为, 在折旧触顶和项目利用效率回升有望的带动下, 未来公司 ROE 和 ROA 将呈现稳步上升趋势。2018 年, 公司 ROA 和 ROE 和分别为 3.4%和 6.3%, 预计 2021 年将分别会升至 7.1%和 12.9%。

图 31: 2012~2018 年公司 ROA 及 ROE 水平变动 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## ■ 风险因素

高压检测领域业务拓展不及预期; 品牌公信力受影响; 宏观经济大幅下滑等。

## ■ 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 10.00 元

### 盈利预测关键假设

随着行业层面的特高压建设需求释放和公司层面的实验室利用效率提升, 公司高压业务需求将维持快速增长, 预计 2019~2021 年高压检测营收分别为 6.32/7.45/8.94 亿元, 同

比增长 15%/18%/20%;

我们预计公司低压检测业务表现平稳, 预计 2019~2021 年公司低压检测业务营收规模分别为 1.26/1.32/1.39 亿元, 同比增长 5%/5%/5%;

公司高压检测业务毛利率随着资产折旧高峰周期到来以及周转率回升而出现改善, 预计 2019~2021 年公司高压检测毛利率分别为 52%/54%/56%;

公司低压检测业务毛利率维持平稳态势, 预计 2019~2021 年公司低压检测业务毛利率分别为 50%/50%/50%;

表 10: 盈利预测关键假设

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高压检测营收	百万元	379	468	549	632	745	894
% 增长	%	48%	23%	17%	15%	18%	20%
低压检测营收	百万元	136	142	120	126	132	139
% 增长	%	13%	4%	-15%	5%	5%	5%
高压检测毛利率	%	50%	51%	48%	52%	54%	56%
低压检测毛利率	%	50%	55%	51%	50%	50%	50%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 1.62/2.17/2.85 亿元, 折算 EPS 分别为 0.21/0.29/0.38 元, 当前股价对应 PE 分别为 32/24/18 倍。公司核心看点如下: 1) 检测属于长期双位数增长的朝阳行业, 行业高度景气; 检测行业正在向精细化管理阶段过渡, 公司深耕电器检测细分市场, 受益行业竞争格局变革; 公司资产转固高峰周期即将到来, 资产周转效率有望回升, 带来公司利润增长提速。参考行业同类公司估值及公司历史估值情况, 给予公司 2020 年 35 倍目标 PE, 目标价 10.00 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 11: 盈利预测及估值

项目/年度 (A)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	643	709	800	924	1,083
增长率 YoY%	16.1	10.3	12.9	15.4	17.3
净利润(百万元)	126	128	162	217	285
增长率 YoY%	5.0	1.7	26.4	34.0	31.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.17	0.17	0.21	0.29	0.38
净资产收益率 ROE%	6.3	6.3	7.8	10.2	12.9
PE	40	40	32	24	18
PB	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测, 注释: 股价为 2019 年 10 月 16 日收盘价

表 12: 可比公司盈利预测及估值

上市公司	股价	市值	股本	P/E			P/B		ROE	
	亿元	亿股	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2018A	2019E	2020E

	股价	市值	股本		P/E		P/B			ROE	
华测检测	14.78	245	16.6	92	57	44	9.0	7.9	9.8%	13.9%	15.7%
国检集团	25.39	78	3.1	29	34	28	4.8	5.7	16.3%	16.7%	17.4%
安车检测	51.10	99	1.9	49	46	32	9.2	11.1	18.7%	24.0%	26.0%
中国汽研	7.08	69	9.7	17	15	13	1.5	1.4	9.1%	9.7%	10.4%
电科院	6.92	52	7.6	41	32	24	2.6	2.5	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部，注释：可比公司取自 Wind 市场一致预期，股价为 2019 年 10 月 16 日收盘价



**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	643	709	800	924	1,083
营业成本	309	358	384	428	484
毛利率	51.89%	49.45%	52.02%	53.65%	55.35%
营业税金及附加	9	9	10	11	13
销售费用	6	5	0	0	0
营业费用率	1.00%	0.76%	0.01%	0.01%	0.01%
管理费用	136	85	88	92	103
管理费用率	21.23%	11.96%	11.00%	10.00%	9.50%
财务费用	45	54	55	54	52
财务费用率	6.99%	7.67%	6.85%	5.80%	4.77%
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	146	144	184	246	324
营业利润率	22.71%	20.34%	22.96%	26.64%	29.87%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	145	144	184	246	324
所得税	19	15	22	30	39
所得税率	12.95%	10.70%	12.00%	12.00%	12.00%
少数股东损益	1	1	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	126	128	162	217	285
净利率	19.58%	18.05%	20.20%	23.45%	26.28%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	508	560	691	819	1,003
存货	1	1	2	2	2
应收账款	26	46	42	54	60
其他流动资产	153	33	28	34	35
流动资产	689	640	763	910	1,100
固定资产	2,241	2,110	2,267	2,457	2,484
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	56	54	68	79	89
其他长期资产	807	886	728	450	339
非流动资产	3,104	3,050	3,063	2,986	2,912
资产总计	3,792	3,690	3,826	3,896	4,013
短期借款	639	350	400	400	400
应付账款	178	151	196	212	257
其他流动负债	552	308	308	309	309
流动负债	1,369	809	904	920	966
长期借款	397	805	805	805	805
其他长期负债	31	27	27	27	27
非流动性负债	427	833	833	833	833
负债合计	1,797	1,642	1,737	1,753	1,799
股本	758	758	758	758	758
资本公积	723	723	723	723	723
归属于母公司所有者权益合计	1,982	2,034	2,074	2,128	2,200
少数股东权益	14	14	14	14	14
股东权益合计	1,996	2,048	2,089	2,143	2,214
负债股东权益总计	3,792	3,690	3,826	3,896	4,013

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	145	144	184	246	324
所得税支出	-19	-15	-22	-30	-39
折旧和摊销	214	263	287	327	324
营运资金的变化	13	133	53	-2	38
其他经营现金流	50	68	55	54	52
经营现金流合计	403	593	557	595	699
资本支出	-180	-205	-300	-250	-250
投资收益	0	1	0	0	0
其他投资现金流	0	-16	0	0	0
投资现金流合计	-180	-220	-300	-250	-250
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-93	-381	0	0	0
股息支出	-76	-91	-121	-162	-214
其他融资现金流	3	151	-5	-54	-52
融资现金流合计	-166	-321	-126	-216	-265
现金及现金等价物净增加额	57	52	131	129	183

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	16.1	10.3	12.9	15.4	17.3
营业利润增长率	89.1	-1.2	27.5	34.0	31.5
净利润增长率	78.0	1.7	26.4	34.0	31.5
毛利率	51.9	49.5	52.0	53.6	55.3
EBITDA Margin	61.6	72.6	75.6	77.8	74.5
净利率	19.6	18.1	20.2	23.4	26.3
净资产收益率	6.3	6.3	7.8	10.2	12.9
总资产收益率	3.3	3.5	4.2	5.6	7.1
资产负债率	47.4	44.5	45.4	45.0	44.8
所得税率	13.0	10.7	12.0	12.0	12.0
股利支付率	60.4	71.1	75.0	75.0	75.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。